

学校编码: 10384
学号: 17620061151337

分类号____密级____
UDC____

廈門大學

碩 士 学 位 论 文

股市泡沫的识别及信贷政策对其生成影响的研究
——基于上海股票市场的实证检验

Identification of the Stock Market Bubble and the Impact of
Credit Policies on Its Generation

——Empirical Test Based on Shanghai Stock Market

牛明超

指导教师姓名: 王志强 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2009 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为(教育部人文社会科学研究项目:“我国股市泡沫的成因与对策研究”)的研究成果,项目批准号:08JA6300727。

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

自从“南海泡沫”和“密西西比泡沫”以来，股票市场泡沫问题就一直是理论界和实务界关注的重点。我国的股票市场还处于起步状态，股票市场尚不完善。研究中国股票市场的泡沫，对于我国金融市场(特别是资本市场)的健康发展有着重要的现实意义。

本文首先从股票市场泡沫的定义入手，在整理有关股票市场泡沫文献的基础上，对什么是股票市场泡沫进行了界定。进而探讨了股票市场泡沫的分类，分别介绍了理性泡沫和非理性泡沫的模型以及泡沫的生成和运行机理。随后，我们介绍了宽松信贷政策可能是引起股票市场泡沫的原因。

接着我们介绍了股市泡沫的度量和检验方法，分析和对比了方差界检验、设定检验、单位根检验、向前递归回归检验和久期依赖检验等检验方法。并对国内学者对中国股票市场泡沫检验的文献进行了回顾。

2007年初，随着上证指数突破3000点，国内学术界爆发了股市是否存在泡沫的大讨论，我们使用向前递归检验这个最新的股票泡沫检验方法对中国股票市场上证综合指数是否存在泡沫进行了实证检验，得出上证综合指数在2007年存在泡沫，并且我们给出了中国股票市场泡沫生成和破裂的时间。我们的结论支持国内许多经济学家以及格林斯潘等对中国股票市场泡沫存在性的判断。

最后，我们利用相关变量对中国股票市场2007年泡沫的原因进行了分析，并得出由于宽松的信贷体系造成了大量的短期借款增加以及外汇资金如对外贸易顺差的增加和热钱等其他资金的流入可能是造成中国股票市场泡沫产生的原因。

关键字：股市泡沫；向前递归检验；信贷政策

厦门大学博硕士论文摘要库

ABSTRACT

Since the "South Sea Bubble" and "Mississippi bubble", stock market bubbles are momentous financial events that are fascinating to academics and practitioners alike. China's stock market is still in its initial state, the stock market is extremely imperfect. Systematically researching into Chinese stock bubbles have important significance and practical values to the healthy development of financial markets (in particular the capital market).

This article starts with the definition of the stock market bubble. With the basis on presentation of the literature of the stock market bubble, our paper gives a definition of a stock market bubble; we then explore the classification of the stock market bubble and introduce the rational and non-rational bubble model. We introduce the formation and operation of the mechanism of bubbles. Subsequently, we introduce that liberal credit policy might be the reasons for the stock market bubble.

After that, we introduce and analyze the measurements and test methods of stock market bubble. We analyze and comprise the Variance Bounds Test, West's Two Step Test, Unit Root Test, Forward Recursive Regression Test and Duration Dependence Test. Then we review the literature of domestic scholars' study on the tests of Chinese stock market bubbles.

At the beginning of 2007, with the stock index breakthrough 3000, there is an outbreak discussion about whether there is a bubble in the domestic stock market or not. We employ forward recursive regressions test, the latest test method of stock market bubbles, to empirical test whether there are stock bubbles in Chinese stock market in 2007. Our empirical application to Chinese stock price index in the 2007 provides confirmation of the existence of a financial bubble and date-stamps the origination of the bubble to November 2006. Which support many domestic economists and Alan Greenspan' conclusions that there are irrational exuberance in Chinese financial market.

Finally, we employ some relevant variables to carry out an analysis of the causes of Chinese stock market bubble in 2007. The credit system resulted in many short-term borrowing and the increase in foreign exchange funds such as foreign trade surplus and other hot money inflows are probably caused Chinese stock market bubble.

Key Words: Stock Bubbles; Forward Recursive Regressions; Credit Policy

目 录

引 言	1
一、研究背景及意义	1
二、文章的结构和内容	2
三、创新与不足	3
第一章 股市泡沫的概念和分类	4
第一节 股市泡沫的概念和含义	4
第二节 股市泡沫的分类和形成机制	6
一、对泡沫的最初研究	6
二、理性泡沫	6
三、非理性泡沫	10
第三节 信贷政策对股市泡沫的影响	13
第二章 股市泡沫的存在性检验	15
第一节 股票价格和泡沫解	15
第二节 股市泡沫存在性的检验方法	16
一、方差界检验	16
二、设定检验	18
三、单位根检验	20
四、久期依赖检验	24
第三节 中国股票市场泡沫的相关研究	24
一、中国股票市场的发展回顾	24
二、国内学者对中国股票市场泡沫的研究	26
第三章 上海证券市场股市泡沫的实证检验	28
第一节 检验方法和数据	28
第二节 实证检验与结论	31

第四章 信贷政策对中国股市泡沫生成的影响.....	35
第一节 实证模型及模型说明	35
一、利率政策和银行贷款.....	35
二、汇率政策和外来资本.....	36
三、实证模型.....	37
第二节 数据和实证分析	38
结束语	42
参考文献	43
附 表	46
致 谢	53

CONTENTS

Introduction.....	1
1. Background and Rurport.....	1
2. Framework of Research	2
3. Innovation and Insufficiency	3
Chapter1 The Concept and Classification of stock market bubble....	4
Section1 The Concept of Stock Market Bubble.....	4
Section2 The Classification and Formation Mechanism of Stock Market Bubble.....	6
1. The Initial Study on Stock Market Bubble.....	6
2. Rational Bubble.....	6
3. Irrational Bubble.....	10
Section3 Factors Influencing the Stock Market Bubble.....	13
Chapter2 The Existence Test of Stock Market Bubble.....	15
Section1 Stock Prices and Bubble.....	15
Section2 Test Methods on The Existence of Stock Market Bubble.....	16
1. Variance Bounds Test.....	16
2. West's Two Step Test.....	18
3. Unit Root Test	20
4. Duration Dependence Test.....	24
Section3 The Study on Chinese Stock Market Bubble.....	24
1. Reviews of The Development of Chinese Stock Market Bubble.....	24
2. Domestic Study on Chinese Stock Market Bubble.....	26
Chapter3 Empirical Test on Shanghai Stock Market Bubble.....	28
Section1 Test Method and Data.....	28
Section2 Empirical Test and Conclusion.....	31

Chapter4 Causes of Chinese Stock Market Bubble.....	35
Section1 Empirical Model and Description.....	35
1. Interest Policy and Loan.....	35
2. Exchange Rate Policy and Foreign Captial.....	36
3. Empirical Model.....	37
Section2 Data and Empirical Analysis.....	38
Conclusion	42
Reference.....	43
Appendix.....	46
Thanks.....	53

引 言

一、研究背景及意义

在证券市场发展过程中，一直持续存在着关于股票价格定价合理性的辩论。从最早的“南海泡沫”、“密西西比泡沫”，到后来的 1929 年美国的金融危机、1987 年的金融风暴、日本的经济泡沫破灭、东南亚金融危机等泡沫事件对经济都产生了很严重的影响。

从 2006 年 6 月开始，中国股市出现了一轮长达年余的大牛市。尤其是自 2007 年年初以来，上证综指从 2700 多点节节攀升，一度突破 6000 点大关。进入 2007 年 11 月份以来，中国股市出现了恐慌性的下跌，上证综指还一度跌破 2000 点关口。

从 2007 年一开始，国内许多经济学家就开始呼吁，要警惕中国股市“虚假繁荣”的风险，并认为中国股市的价格已经太高了。美国前美联储主席格林斯潘也在 2007 年 5 月以来连续三次唱空中国股市。格林斯潘担心中国股市有一天会出现“戏剧性收缩”，他认为“中国股市的上涨势头不可能持续下去，必将出现大幅的下跌”。然而，中国股市在 2007 年 6 月经历的重大调整之后，一路走强，上证综指一直攀升到 6124 点的高位。在这个过程中，一直对股市谨言慎行的格林斯潘又在一个月的时间内连续两次继续唱空中国股市。2007 年 10 月，格林斯潘在英国伦敦对中国股市做出了极为负面的评价：“中国繁荣的股票市场从各方面看都已经具有泡沫的特征，如果你要寻找泡沫的定义，那么这就是了。”之后，格林斯潘在波士顿召开的一个保险业高层会议上发表演讲，说中国股市处于“非理性的繁荣”，是个迟早都要破灭的“投机性泡沫”。

与此同时，国际著名投行高盛发表的研究报告则认为：中国股票市场不存在泡沫，理由是“中国实际汇率偏低，人民币被低估，非市场的供给因素”。同时，一些对中国股市持乐观态度的人士，则认为 2006 年以来中国股市的繁荣是一种必然趋势。他们认为：由于世界经济正经历全球性的流动性过剩，美元的持续贬值与人民币的持续升值——并且升值的预期还在不断升温，导致了大量国际热钱流入中国。从国内环境来说，中国经济中长期存在的负利率，使得储蓄收益成为

负数。在这种情况下，资产投资与资产价格的上涨，就成为各种复合因素共同作用下的必然结果。由于人民币升值正处于一个“中继过程”之中，股权分置改革与制度创新的潜力还处于持续发掘的过程中，加上中国经济还处于加速的进程中，因而，中国股市的牛市进程就不可避免地持续下去，无论是格林斯潘，还是巴菲特，都无法改变这种趋势。耶鲁大学金融学教授陈志武则认为，改革后中国人“钱”多了，但是中国经济的“资本化”程度还远远不够。他指出：美国股市、债市以及住房按揭贷款的市值分别为 GDP 的 1.56 倍、2.1 倍和 0.9 倍，而中国相应的比值为 0.8 倍、0.01 倍和 0.11 倍，所以，中国资本化的空间还很大，还可为中国经济增长提供许多年的金融资本。在此情况下，中国股市的繁荣，应该是一个自然和必然的过程。

中国股票市场在 2007 年是否存在泡沫，泡沫开始的时间和泡沫破裂的时间具体是什么时候。什么是中国股票市场泡沫产生的原因。众多经济学家对中国股票市场是否存在泡沫的评论是基于股票市场的实际情况还是对股票市场的预测？这些都需要我们对泡沫问题进行全面的、科学的研究，准确认识泡沫产生根源、泡沫表现形态、并科学地计量泡沫是否存在以及生成和破裂的时间。

二、文章的结构和内容

本文在对股市泡沫基本概念以及股市泡沫理论进行探讨的基础上，借鉴现有的股市泡沫的度量和检验方法，对我国股市泡沫情况进行了度量和检验，确认了我国股市泡沫的存在性。并且根据实证方法确定了中国股票泡沫生成的时间和破裂的时间。我们还尝试研究了中国宽松的信贷体系和热钱的流入是否是造成中国股票泡沫的原因。

除引言外，本文共分四章，具体结构安排如下：

第一章对股票泡沫的定义和分类进行了探讨，并分别介绍了理性泡沫和非理性泡沫的代表模型，解释了泡沫的生成机制。

第二章对股票泡沫的检验方法做出了分析和对比，为后边的实证检验奠定了基础。

第三章在前几章的基础上，使用向前递归回归检验对中国上海证券交易所股票泡沫的存在性和泡沫的生成、破裂时间进行了实证分析。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库